

Le système monétaire européen : Un point de vue nord américain

The European Monetary System : A North American Viewpoint

L. Yves Fortin et Martin Perron

Volume 12, numéro 3, 1981

L'Europe et le système monétaire international

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/701236ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/701236ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

Institut québécois des hautes études internationales

ISSN

0014-2123 (imprimé)

1703-7891 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Fortin, L. Y. & Perron, M. (1981). Le système monétaire européen : Un point de vue nord américain. *Études internationales*, 12(3), 513-532.
<https://doi.org/10.7202/701236ar>

Résumé de l'article

Is the European Monetary System (EMS) a useful approach to the problems it is meant to solve and to the pursuit of the objectives that its promoters have set for themselves? A review by the authors of a number of economic motives which underly the creation of the EMS leads them to conclude that the various economic problems which the European readily blame on floating exchange rates find in fact their origins in the economic policies pursued by the national governments. Moreover, the authors consider that the defense of parities in the EMS, either through intervention in the exchange markets or by other means, can involve high economic costs and that in the longer run market forces always triumph when parities no longer reflect the fundamental positions of the respective economies. Among the other factors which limit the usefulness of the EMS the authors identify the continuing lack of macro-economic policy coordination by participating countries, its regional character, the underestimation of the importance of the American dollar in the international monetary system and the impact of its fluctuations on European currencies and the tendency of the EMS to harmonize inflation rates at a higher level than should be aimed for. The authors therefore conclude that it is doubtful that the EMS constitutes a useful instrument of economic policy and that efforts towards European monetary union based on such a system of parities can be successful under present circumstances.

LE SYSTÈME MONÉTAIRE EUROPÉEN: UN POINT DE VUE NORD AMÉRICAIN

L. Yves FORTIN et Martin PERRON*

ABSTRACT — *The European Monetary System: A North American Viewpoint*

Is the european monetary system (EMS) a useful approach to the problems it is meant to solve and to the pursuit of the objectives that its promoters have set for themselves? A review by the authors of a number of economic motives which underly the creation of the EMS leads them to conclude that the various economic problems which the european readily blame on floating exchange rates find in fact their origins in the economic policies pursued by the national governments. Moreover, the authors consider that the defense of parities in the EMS, either through intervention in the exchange markets or by other means, can involve high economic costs and that in the longer run market forces always triumph when parities no longer reflect the fundamental positions of the respective economies. Among the other factors which limit the usefulness of the EMS the authors identify the continuing lack of macro-economic policy coordination by participating countries, its regional character, the under-estimation of the importance of the american dollar in the international monetary system and the impact of its fluctuations on european currencies and the tendency of the EMS to harmonize inflation rates at a higher level than should be aimed for. The authors therefore conclude that it is doubtful that the EMS constitutes a useful instrument of economic policy and that efforts towards european monetary union based on such a system of parities can be successful under present circumstances.

L'union monétaire recherchée par les pays de la Communauté européenne depuis presque ses origines sera encore longtemps l'objet de discussions, de débats et de controverses. Des gestes concrets en ce sens sont néanmoins posés périodiquement. Le Système monétaire européen (SME) mis en place en mars 1979 après l'échec de l'accord de 1971 sur le rétrécissement des marges de fluctuations des changes, constitue une autre de ces tentatives de promouvoir l'unification.¹ Nous ne débattons pas ici le bien-fondé de l'union monétaire qui à maints égards constitue un objectif autant politique qu'économique. Notre propos est plus modeste. Nous nous en tiendrons plutôt à analyser les motifs d'ordre économique qui ont amené les Européens à créer le SME. Le SME représente-t-il une approche efficace aux

* Les auteurs sont respectivement chef de la section des Institutions internationales et agent à la Direction des Finances internationales du ministère des Finances à Ottawa. Les opinions exprimées dans ce texte sont celles des auteurs et n'engagent aucunement le Ministère.

1. Pour le texte complet des accords de 1979, cf textes relatifs au système monétaire européen, comité des gouverneurs des banques centrales de États membres de la Communauté économique européenne, fonds européen de coopération monétaire, 1979.

problèmes qu'il entend régler et aux objectifs que ses créateurs se sont donnés? Voilà la double question à laquelle nous essaierons de répondre. Compte tenu des divergences de vues qui se sont souvent manifestées entre milieux européens et nord-américains au sujet des questions monétaires, particulièrement en matière de régime de change, notre examen du SME reflètera bien entendu cet état de fait.²

Notre étude suivra un plan assez simple. Dans un premier temps, nous rappellerons brièvement au lecteur les motifs qui ont animé les Européens à repartir en neuf après l'échec des arrangements de 1971. Puis, nous discuterons d'un point de vue critique l'efficacité du SME comme moyen d'unification monétaire devant les problèmes économiques actuels et ses répercussions sur les politiques macro-économiques et le processus d'ajustement chez les pays participants. En guise de conclusion, nous porterons un jugement sur les deux premières années de fonctionnement du système et ses perspectives d'avenir.

I - LES OBJECTIFS ÉCONOMIQUES DE LA COOPÉRATION MONÉTAIRE EUROPÉENNE

Les motifs économiques spécifiques qui ont amené les autorités de la Communauté européenne à créer le SME ont été évoqués à plusieurs reprises par diverses personnalités européennes³, les communiqués officiels du Conseil européen ne s'en tenant qu'aux généralités. Contrairement aux vues d'Outre-Atlantique, le régime des changes flottants qui prévaut dans le monde industrialisé depuis 1973 n'a certes pas bonne réputation dans les milieux communautaires. On le rend en effet facilement responsable de tous les maux économiques qui affligent les économies que ce soit l'inflation, le chômage, les déséquilibres dans les balances des paiements, ou encore la faiblesse de la croissance économique, de l'investissement et des échanges internationaux.⁴ La promotion de la stabilité dans le marché des changes, c'est-à-dire le rétrécissement des marges de fluctuations entre monnaies européennes, est donc perçu comme hautement désirable non seulement en soi mais aussi pour la préservation de l'union douanière (ou encore de ce qu'on appelle l'acquis communautaire) et pour la marche vers l'union politique européenne.

Le SME a été créé avec deux objectifs en vue. Il y a d'abord les motifs plus immédiats qui visaient à mettre fin, sinon à réduire les effets néfastes qu'on associait à la fluctuation des changes. Puis il y a les objectifs plus lointains qui s'inscrivent dans la poursuite de l'union européenne où circulerait une monnaie commune et où les populations bénéficieraient des avantages de l'union monétaire. C'est aux premiers que nous nous adressons, l'union n'étant pas pour demain.

2. Il est opportun de souligner qu'en dépit du titre de l'article plusieurs de nos points de vue sont partagés par nombre de collègues européens.

3. Les discours prononcés par M. Roy JENKINS, président de la Commission européenne à Florence le 27 octobre 1977 à une conférence en l'honneur de Jean Monet et par M. Jacques VAN YPERSELE devant la chambre de commerce de Bruxelles le 9 novembre 1978 sont d'un intérêt particulier.

4. Ces motifs économiques sont aussi largement endossés et diffusés par beaucoup de journalistes de la presse européenne, cf *Le Monde*, 20 juillet 1981, p. 26.

Les promoteurs du SME étaient d'avis que la généralisation des taux de change flottants depuis 1973 constituait une expérience malheureuse qui sans l'intervention des autorités monétaires risquerait de conduire au chaos. Il fallait donc réintroduire de l'ordre dans les relations de change, la Communauté avec ses économies hautement industrialisées et interdépendantes étant une entité toute désignée pour prendre le leadership de ce mouvement. Selon l'opinion des experts européens, les changes flottants amplifient le risque et l'incertitude dans les milieux financiers et commerciaux de sorte que les hommes d'affaires ralentissent leurs investissements et leur activité commerciale au sein de la Communauté. Les risques de change nuisent aussi à l'investissement en provenance de pays tiers. Ce ralentissement entraîne plus de chômage et une baisse de motivation à produire surtout chez la jeune génération.

On croit que les fluctuations continues et subites transmettent des impulsions inflationnistes qui contrecarrent les programmes nationaux de stabilisation, toute nouvelle impulsion entraînant une hausse de la spirale inflationniste, dans le cas de dépréciation, par le biais des augmentations dans les coûts des importations et de la production y compris les salaires. Ces effets seraient tout aussi néfastes sur les pays dont la monnaie ne se déprécie pas puisqu'ils ne font qu'absorber davantage d'inflation. Pire encore, les fluctuations nourriront les anticipations inflationnistes.

De plus, le système du flottement s'est avéré inefficace, dit-on, pour corriger les déséquilibres dans les comptes extérieurs. Ces derniers se sont accrus et il est apparu illusoire de croire que le flottement des monnaies peut contribuer activement à éliminer les déséquilibres. Un système de parités supporté par des politiques monétaires étroitement coordonnées qu'exige la discipline de la parité serait de beaucoup supérieur.

Bref, la stabilité des changes assurée par le SME est nécessaire tant sur le plan de la croissance, de l'emploi et de la stabilité des prix que de l'équilibre dans les comptes extérieurs.

II - L'EFFICACITÉ DU SME COMME MOYEN D'UNIFICATION MONÉTAIRE

A — Vue d'ensemble

La mauvaise réputation du régime de changes flottants dans les milieux de la Communauté semble reposer avant tout sur une conception exagérée des effets négatifs d'un tel régime. Vu de ce côté-ci de l'Atlantique où les vertus du flottement furent depuis longtemps débattues et reconnues et où le mécanisme du marché est valorisé, il est difficile de croire qu'un tel régime puisse conduire au désastre financier ou économique.

Il en résulte au niveau de la conception des politiques économiques deux approches différentes qui conduisent d'une part les Européens à rechercher la stabilité des taux de change comme une priorité en matière de politique de stabilisation alors que pour les Nord américains le taux de change tend plutôt à être perçu comme un des instruments de politique économique devant conduire à une

meilleure réalisation des objectifs des politiques économiques internes.⁵ Pour les premiers il semble devoir être un déterminant des politiques alors que pour les deuxièmes il est plutôt un déterminé. Il est plutôt un déterminé qu'un déterminant en ce sens que l'on s'en remet aux marchés des changes pour fixer le prix relatif des monnaies ce qui permet d'élaborer les politiques économiques davantage en fonction des besoins internes. Dans un environnement économique perturbé il peut bien entendu s'en suivre une certaine instabilité des changes. À l'opposé, les participants du SME recherchent plutôt à maintenir le taux de leurs monnaies à l'intérieur de marges de fluctuations plus restreintes ce qui les force à orienter leurs politiques internes vers la défense de leurs parités. Il en résulte souvent un conflit entre les objectifs de politiques internes et externes.

Ce qui différencie notre position au départ de celles des Européens c'est que même si la stabilité des taux de change est un objectif que nous aimerions voir se réaliser, il ne s'agit pas pour nous d'un objectif primordial de politique économique. Les objectifs premiers demeurent avant tout la lutte à l'inflation et au chômage, une croissance non inflationniste rapide et une situation viable de la balance des paiements. À un moment ou à un autre, un de ces objectifs peut avoir priorité sur les autres comme l'inflation à l'heure actuelle. Une fois ces objectifs atteints la stabilité des changes reviendra d'elle-même.

Puisque le taux de change est le prix d'une monnaie par rapport à une autre, la coopération internationale devient une nécessité. En effet même si le régime des changes flottants donne plus de marge de manoeuvre aux autorités monétaires, il demeure une interdépendance importante entre monnaies puisqu'à plus long terme les taux de change sont déterminés par un processus dynamique d'actions et d'interactions entre ces monnaies sur les marchés lesquelles sont intimement liées aux politiques économiques des pays et à ce qui se passe sur les marchés des capitaux et au flux de commerce international.⁶

La coopération internationale devient importante non seulement dans le domaine monétaire mais aussi dans les autres domaines. Les pays industrialisés ont déjà une longue histoire de coopération en ce sens. Que l'on songe à l'Organisation de coopération et de développement économique, à l'Accord sur le commerce et les tarifs ou au Fonds monétaire international. De même, il y a eu et continue de se poursuivre des relations bilatérales. Depuis la fondation de la Communauté, les Européens ont fortement resserrer leurs relations. Mais nous divergeons avec eux sur le fait que la coopération internationale en matière monétaire ne doit pas mener à la rigidité. En particulier en matière de change il semble ressortir aujourd'hui qu'il vaut mieux avoir une attitude discrétionnaire dans ce domaine plutôt que de rechercher un accord à tout prix au sujet d'un régime qui sera gelé dans un document juridique comme ce fut par exemple le cas à Bretton Woods.⁷

5. O. EMMINGER, « The Exchange Rate As An Instrument Of Policy », in *Lloyd's Bank review*, juillet 1979.

6. Pour plus de détails cf A. CROCKETT, « Les déterminants des mouvements de taux de change: Examen d'ensemble » in *Finances et Développement*, revue trimestrielle du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale, mars 1981.

7. R.C. BRYANT, *Financial Interdependence and Variability In Exchange Rates*, A Staff paper, the Brookings institution, Washington D.C. 1980 et O. EMMINGER, « Les Tensions au sein du système monétaire international en politique étrangère », in *Politique étrangère*, Paris, septembre 1980, p. 679.

Les deux conceptions, cependant, semblent pouvoir, un jour, se rapprocher lorsqu'une meilleure compréhension du fonctionnement des marchés des changes au sein des autres marchés sera acquise. Aussi une meilleure compréhension des relations entre marchés réels et financiers au plan national et international semble aussi être requise pour en arriver un jour à dépolitiser le débat au sujet des taux de change.⁸ Nous comprenons toutefois que dans le contexte européen, certains motifs particuliers comme le grand nombre de monnaies en circulation peuvent pousser les autorités politiques à favoriser une plus grande unification monétaire, qui, si un jour réalisée, simplifierait bien des choses.

De par l'expérience acquise sous le système de Bretton Woods et avec l'expérience actuelle en régime de flottement, il ressort que l'intervention dans les marchés des changes par les banques centrales, impliquant des montants considérables de devises étrangères, est souvent un exercice futile particulièrement lorsque l'intervention vise à résister à des mouvements de fonds plutôt qu'à des fluctuations erratiques et journalières. Les banques centrales doivent accumuler plus de réserves ou tout au moins s'assurer de marges de crédit suffisantes qui pourront être utilisées au besoin. La gestion des réserves et la politique monétaire n'en sont que plus compliquées et envisagé sur une longue période, il est très douteux que le jeu en vaille la chandelle. Il est difficile aussi de percevoir rapidement dans un système de parités si une monnaie est sous-évaluée ou sur-évaluée et donc qu'un réajustement s'impose.⁹ Il est encore plus difficile d'arriver rapidement à une décision au sujet d'une dévaluation ou réévaluation. D'ordinaire, les opinions divergent au sujet du pourcentage de rajustement nécessaire. Ces discussions sont souvent entachées de considérations politiques de sorte que les nouvelles parités choisies ne sont pas toujours les plus appropriées. Qu'on se rappelle à ce sujet le caractère éphémère du célèbre accord du Smithsonian Institute de décembre 1971 sur le réaligement des parités des monnaies des principaux pays industrialisés.

Si l'interdépendance entre économies est devenue importante, il n'en demeure pas moins que les différences structurelles entre pays industriels et les conditions économiques, financières et sociales particulières à leurs économies n'exigent pas les mêmes doses de politiques économiques. Il nous apparaît donc que les politiques économiques que doivent pratiquer les pays de la Communauté membres du SME pour en arriver à maintenir leurs parités peuvent nuire plutôt qu'aider la coopération internationale. Car les priorités varient souvent d'un pays à l'autre et pour ce faire ils ne doivent pas être contraints démesurément par des engagements internationaux. Sans doute le SME favorise la coopération en matière monétaire. Mais la coordination des politiques qu'un tel régime essaie d'implanter tend à diminuer la liberté de manœuvre des différents pays et entraîner des coûts très élevés, soit en termes de déflation ou d'inflation, ce qui peut devenir rapidement insupportable et irritant pour les autorités nationales. Les autorités nationales, en effet, aux prises avec leurs

8. R.C. BRYANT, *op. cit.*

9. J. WILLIAMSON, *The Choice of a Point for Parities, Essays in International Finance*, no. 90 1971, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, Princeton, New Jersey.

problèmes structurels, de chômage, d'inflation et autres ne peuvent soutenir indéfiniment un système de parités qui devient encombrant et gêne la conduite de leurs politiques internes.

Enfin, il ne faut pas oublier que le dollar américain demeure la monnaie de réserve la plus importante dans le système monétaire.¹⁰ La Communauté peut désirer remplacer cette unité pour ses fins par l'Écu. Mais cette transformation n'est pas encore réalisée et entre temps, il faut continuer à trouver un *modus vivendi* avec le dollar. Les variations du dollar par rapport à certaines monnaies européennes, notamment le mark, résultent fréquemment en de fortes tensions au sein du SME, tout comme ce fut le cas du temps du « serpent ». De là est venue la recherche de l'établissement d'un « niveau communautaire » du dollar qui permettrait d'éviter les tensions « importées » au sein du SME. Cet objectif demeure toutefois illusoire puisqu'il ne coïncide pas du tout avec les politiques américaines en matière de change¹¹. Il ne s'agit pas d'exclure le dollar du SME pour l'exclure du système mondial. C'est là, sans doute, une des faiblesses majeures du SME. En pratique, les banques centrales européennes interviennent encore largement avec des dollars sur les marchés des changes. Comment pourrait-il en être autrement puisque les monnaies européennes, et en particulier le mark allemand, sont la contrepartie la plus importante qui sert à fixer la valeur du dollar sur le marché des changes?

Certains ont mis de l'avant l'idée que le SME pourrait servir de précurseur à une réforme du système monétaire international. L'approche régionale plutôt que globale ou mondiale pour une telle réforme ne nous semble pas non plus la meilleure. Le système monétaire même au niveau régional ne peut être réformé effectivement si le ou les principaux partenaires intéressés tels les États-Unis et le Japon ne sont pas en présence. Il est vain de penser réformer le système monétaire international même au niveau régional si le représentant de la monnaie de réserve la plus utilisée est absent. C'est pourquoi nous ne croyons pas en l'approche régionale.¹²

Enfin, les dix ans et plus d'expérience au sein du FMI avec le droit de tirage spécial (DTS) révèle que pour arriver à diminuer l'importance des monnaies nationales dans le système pour les remplacer par un actif de réserve sous contrôle international est un exercice qui risque d'être très long.¹³ Pendant que ces efforts se poursuivent, un nouveau système à monnaies de réserves multiples s'est développé. Il consiste pour un bon nombre de banques centrales à détenir dans leur portefeuilles d'actifs de réserves internationales non plus seulement des dollars, mais aussi des marks, des yens et autres monnaies importantes. C'est une tendance qui est apparue au cours des années 70 et qui peut s'expliquer en partie par le désir des banques de

10. C.J. OORT, « Managed Floating in the European Community », in Samuel I. RATZ, (ed), U.S. - European monetary relations, Washington, American enterprise institute, 1979.

11. Les politiques anti-inflationnistes poursuivies par l'administration Reagan et les hauts taux d'intérêt qui s'en dégagent ont porté un nouveau coup à tout espoir de progresser vers cet objectif.

12. Il faut noter aussi que cette approche risquerait de diviser le monde en blocs économiques rivaux et donc de menacer la multilatéralisation des échanges économiques sur laquelle repose largement la prospérité économique mondiale.

13. J. POLAK, *op. cit.*

se protéger contre la dépréciation du dollar américain. Il en résulte qu'il est très difficile de prédire avec quelque certitude ce qui surviendra dans le système monétaire international d'ici la fin du siècle. L'asymétrie dans le système, idée chère aux spécialistes en commerce international, a perdu de l'importance ces derniers temps dans l'échelle des priorités des problèmes à résoudre au plan international. La question de l'énergie, les problèmes de recyclage, la lutte contre l'inflation et le faible taux de croissance des pays industriels et le futur des pays en développement ont présentement la priorité dans les discussions internationales.

Ceci nous amène à revoir les différents motifs d'ordre économique qui ont amené la création du SME et à exprimer encore de façon plus explicite les raisons qui nous poussent à préférer un régime de taux de change flottants.

B — La fluctuation des taux de change et risque financier accru

Le risque financier accru que comporte le système de flottement pour les industriels et les entreprises faisant affaire au plan international est un des motifs importants qui ont poussé les promoteurs du SME à rechercher un régime de taux de change fixes. On croit en effet que les entreprises ne réalisent pas les volumes de commerce international qu'elles désireraient, contraintes qu'elles sont par les risques de change. Pour la même raison les investisseurs étrangers n'investiraient pas autant qu'ils le voudraient dans les pays de la Communauté.

Cette opinion ne semble pas concorder avec les faits. Aucune étude ne semble la soutenir. Par exemple, une étude dirigée par M. Johannes Witteveen, ancien Directeur général du FMI, et portant sur une vingtaine de grandes multinationales tire la conclusion suivante:

... il apparaît que les milieux d'affaires se sont assez bien adaptés aux taux de change flottants... La plupart ont relevé que le flottement des taux introduisait un élément de risque supplémentaire dans les opérations internationales de commerce et d'investissement, mais que ce risque était immatériel. Aucun des interrogés n'a considéré que le flottement des taux de change n'avait entraîné le refus, le report ou la réduction d'investissements étrangers directs. Certains ont toutefois signalé que l'on demandait maintenant aux investissements à l'étranger de produire un taux de rendement plus élevé. Aucun n'a estimé que le flottement des taux de change influait sur le volume du commerce extérieur de sa société.¹⁴

Pour leur part MM. Blackhurst et Tumlin du secrétariat du GATT font la remarque suivante:

... On peut admettre de prime abord que les fluctuations des taux de change en créant une incertitude supplémentaire pour tous les opérateurs internationaux aient eu un effet dépressif sur le volume du commerce mondial. Toutefois ce raisonnement repose sur une erreur d'appréciation fondamentale qui apparaît

14. Groupe des trente, 1980, *Foreign Exchange Markets under Floating Rates*. (New York: Consultative group on international economic and monetary affairs inc.)

nettement à l'évidence si l'on pose la question suivante: « incertitude supplémentaire, par rapport à quoi? ». Si les prix intérieurs étaient restés stables, les mouvements des taux de change auraient été beaucoup plus faibles. Mais dès le moment où on laisse l'inflation atteindre des taux élevés et variables, une solution manichéenne n'existe plus. Les taux de change sont, soit laissés plus ou moins libres de réagir aux écarts de taux d'inflation, soit fixés à un niveau déterminé qui est maintenu à l'aide d'un net renforcement des restrictions sur les courants d'échanges et les mouvements de capitaux. En pareil cas, tout effet négatif sur le volume des échanges doit être attribué à l'inflation et non aux fluctuations des taux de change.¹⁵

Enfin une étude extensive conduite par MM. Solnik et Roll¹⁶ et portant sur le flottement des monnaies et le risque de change démontre de façon non équivoque que les risques de change et la volatilité des monnaies sont souvent surestimés. Car dans beaucoup de milieux on a tendance à utiliser comme mesure de risque de change les variations nominales des taux de change sans tenir compte soit de la couverture des variations que les entreprises commerciales introduisent généralement dans leurs contrats avec leur partenaires soit du recours aux marchés des changes à terme.

Il y aurait lieu aussi de distinguer parmi les différentes formes d'arrangements qui peuvent exister entre partenaires commerciaux au plan international. Un certain nombre d'échanges commerciaux se font dans une monnaie commune. Il y a aussi des arrangements complexes qui existent entre firmes au plan international qui rendent les risques de change immatériels. Il en résulte que certaines monnaies tendent à dominer dans les échanges internationaux comme il est bien connu. Le dollar est encore largement le standard, l'unité de référence même au sein de la Communauté européenne.

Même si environ quarante pour cent du commerce extérieur entre pays membres du SME se fait entre eux, il n'en demeure pas moins que leurs relations avec les pays hors Communauté ne cessent de croître. Il s'agit de regarder les statistiques commerciales de ces dix dernières années pour s'en rendre compte. Tous ces pays presque sans exception ont connu une expansion rapide de leur commerce avec les pays industriels hors Communauté et avec les pays en développement.

Il nous apparaît donc que les créateurs du SME ont eu tendance à surestimer les risques de change dans les relations internationales causés par le flottement des monnaies et ceci en partie dû à leur sous-estimation de l'importance relative des différentes monnaies du SME dans le système monétaire international.

En autres termes, il faut bien se rendre compte que dans les échanges internationaux, certaines monnaies en plus de remplir les fonctions habituelles au niveau national de valeur d'échange, de réserve de valeur et d'unité de compte

15. BLACKHURST, R. et TUMLIR, J. *Les relations commerciales en régime de changes flottants. Étude du GATT sur le commerce international*, no. 8, Genève, septembre 1980.

16. Bruno SOLNIK et Richard ROLL, *Système monétaire international et risque de change*, Paris, Économica, 1978.

jouent aussi un rôle semblable au plan international. Les promoteurs du SME étaient bien sûr conscients de cette difficulté. De là, la formule de parité conjointe entre eux et de flottement en bloc vis-à-vis des monnaies tierces (concrètement vis-à-vis du dollar). Il n'en demeure pas moins que cette formule attrayante en soi ne tient pas suffisamment compte de la « hiérarchie » qui existe entre les monnaies du SME entre elles et surtout au plan international.

Pour ce qui est des investissements directs de l'étranger, l'expérience du Canada, qui a fait fonction de pionnier en matière de change flottant¹⁷, démontre que beaucoup d'autres facteurs entrent en ligne de compte lorsqu'une entreprise étrangère veut s'installer dans un pays. Ce peut être un climat économique et politique plus favorable ou encore le désir de pénétrer un marché particulier. Il peut y avoir aussi un désir de s'assurer un approvisionnement en matières premières. On peut aussi vouloir profiter d'une infrastructure déjà en place ou d'un réservoir de main-d'oeuvre spécialisée. Beaucoup d'autres facteurs (tels la réglementation de l'investissement, les subsides, etc.) pourraient être ajoutés à la liste de sorte qu'il devient difficile de voir comment un régime de taux de change flottants puisse être aussi néfaste sur l'investissement étranger comme l'affirment les promoteurs du SME.

Par contre, l'expérience de l'ensemble des pays industriels tend à démontrer que des politiques économiques internes mal conçues peuvent avoir des effets néfastes sur l'investissement étranger. Par exemple, une réglementation trop poussée des produits et des services peut représenter des coûts supplémentaires considérables pour des entreprises de sorte qu'il devient très difficile pour ces entreprises de s'implanter dans un pays. Il ne faut pas exclure, non plus, le risque de nationalisation qui plane à l'occasion au-dessus d'entreprises nationales ou transnationales et qui est souvent lié aux changements de régime politique comme c'est le cas présentement en France.

On pourrait aussi ajouter que le flux des capitaux à court terme tend à être dérangé par une absence de flexibilité suffisante sur les marchés des changes même si la sensibilité de ces capitaux aux écarts de taux d'intérêts entre pays peut être élevée. Le spectre d'une dévaluation imminente peut amener les investisseurs à convertir leurs actifs dans une autre monnaie en attendant que les ajustements aient eu cours. En régime de flottement la dévaluation prend plutôt l'allure d'une série de dépréciations en mouvement de hausses et de baisses graduées sur une plus longue période.

Lorsque la parité d'une monnaie est maintenue à un taux qui ne reflète pas une situation d'équilibre, les banques centrales doivent intervenir activement pour maintenir cette parité alors que sur les marchés des changes on a déjà peut-être perçu qu'une dévaluation ou une réévaluation est inévitable. Il en résulte souvent plus de spéculation vis-à-vis de la monnaie en question. Dans un régime de flottement, il y a aussi des mouvements spéculatifs. Des pressions s'exercent à la

17. R.M. DUNN, *Canada's Experience With Fixed and Flexible Exchange Rates in a North American Capital Market*, Montréal, Canadian-American committee sponsored by national planning association (U.S.A.) et Private planning association of Canada 1971.

hausse comme à la baisse sur les taux de change qui ne reflètent pas toujours les mouvements fondamentaux de l'économie. Néanmoins, un régime de change suffisamment flexibles permet une meilleure absorption de ces différents chocs en plus de rendre la spéculation beaucoup plus risquée qu'en régime de parités.

Un autre aspect qui sera développé plus loin et qui semble avoir été largement négligé dans les milieux communautaires, est celui de l'amélioration de la position concurrentielle d'un pays qui peut résulter d'une plus grande flexibilité des taux de change et en conséquence de bénéfices accrus pour les entreprises concernées et le rétablissement de l'équilibre dans les comptes extérieurs. Même si à long terme, la position concurrentielle des entreprises faisant affaire au plan international dépend de beaucoup d'autres facteurs, il n'en demeure pas moins que la fluctuation des taux de change peut contribuer à améliorer la position concurrentielle au plan international à condition bien entendu que les autres politiques ne neutralisent pas cette amélioration.

Les milieux communautaires semblent insister davantage sur les effets maléfiques d'une dépréciation ou dévaluation de monnaie et ne semblent pas tenir suffisamment compte des effets des différentes politiques macroéconomiques et microéconomiques que les pays de la Communauté peuvent instaurer et qui peuvent avoir des effets négatifs sur le commerce et l'investissement au plan international.

En somme le risque de change n'apparaît pas comme un élément majeur qui puisse freiner les investissements étrangers en Europe de même que le développement des échanges commerciaux. Ce risque fait partie des calculs économiques des entreprises commerciales et que ces dernières exploitent souvent à leur avantage et qui peuvent les aider à améliorer leur position concurrentielle. Enfin, les nombreux contrôles administratifs et autres que les entreprises des pays tiers ont à subir, lorsqu'elles veulent s'installer sur le territoire de la Communauté, ont sûrement dû décourager certains investisseurs.

C — Taux de change et ajustement des balances des paiements

Une des différences majeures entre Européens et Nord américains est sans doute relative au rôle joué par les taux de change dans le processus d'ajustement des balances des paiements. Contrairement à plusieurs Européens nous n'acceptons pas le point de vue que le flottement des taux de change est un instrument inefficace pour la correction des déficits des balances des paiements. Cependant nous reconnaissons facilement que le flottement des monnaies à lui seul ne peut suffire dans tous les cas à corriger les déséquilibres des balances des paiements. Des déséquilibres fondamentaux peuvent exister qui ne peuvent être corrigés à court et moyen terme sans ajustements structurels qui sont souvent longs à réaliser.¹⁸

Cependant, il y a une différence profonde entre rejeter ce mécanisme d'ajustement et le dire insuffisant à ramener l'équilibre. L'expérience des huit dernières

18. B.A. BELASSA, « Flexible Exchange Rates and International Trade » in J.S. Chipman et C.P. Kindleberger (Ed.) *Flexible Exchange Rates and the Balance of Payments: Essays in Memory of Edgar SOHMEN*, North-Holland, publishing co., New York 1980.

années tend plutôt à démontrer que les marchés des changes grâce à leur flexibilité ont été efficaces dans l'absorption des différents chocs qui ont frappé les pays industriels depuis 1973. Les hausses successives et brutales du prix du pétrole, et les grandes différences des conditions économiques, particulièrement au chapitre de l'inflation, qui ont prévalu dans les pays industriels furent bien absorbées par les marchés des changes qui ont permis dans l'ensemble un déroulement ordonné des flux d'investissements et du commerce international. Des crises majeures provenant des poussées spéculatives comme il en était apparu à la fin des années 60 et au début des années 70, ne se sont pas matérialisées bien que le contexte économique turbulent des années 70 semblait plus que jamais s'y prêter.

Il faut reconnaître, cependant, avec les Européens que les ajustements des balances extérieures furent lents et ne se sont pas réalisés aussi vite qu'on aurait espéré. Plusieurs facteurs furent proposés pour expliquer cette lenteur d'ajustement. Le lent ajustement des prix dans les marchés des biens et services est souvent avancé. Le manque de priorité accordée à l'ajustement des comptes extérieurs par les différents gouvernements nationaux en est une autre. Et beaucoup d'autres facteurs semblables furent proposés. Mais au cours de cette période, il fut de plus en plus reconnu parmi les pays industriels qu'une politique de taux de change, pour être efficace, devait être accompagnée par des politiques fiscales et monétaires et de revenus appropriées.¹⁹ Il s'est avéré très difficile en pratique de réaliser une telle coordination. La coordination des politiques macroéconomiques au niveau national est encore largement du domaine des choses à réaliser pour la majorité des pays industriels. Beaucoup de pays ont préféré l'emprunt sur les marchés internationaux – le financement compensatoire – au lieu de s'embarquer dans des politiques de stabilisation qui sont généralement mal perçues par le grand public de nos jours.

Néanmoins, la flexibilité des taux de change a permis de freiner les déséquilibres dans les balances des paiements qui tendaient à devenir monstrueux après le premier choc de la hausse des prix du pétrole. La crise économique, que beaucoup prévoyaient, ne s'est pas concrétisée. Le problème majeur au niveau international devint celui du recyclage des pétrodollars qui fut réalisé par les marchés financiers de façon relativement efficace après les premiers chocs. Une ombre restait au tableau: les pays en voie de développement (PVD) non producteurs de pétrole. Le FMI a mis sur pied de nouveaux programmes de financement qui aida leur cause. Pour eux aussi, cependant, leurs politiques de taux de change furent remises en cause après l'abandon des parités. Certains ont bien utilisé le flottement des taux de changes pour aider l'ajustement de leurs balances. Mais la grande majorité ont préféré encore le régime de taux de change fixes avec ajustements discrétionnaires lorsqu'ils le jugeaient opportun. Chez les PVD comme chez les pays plus avancés, un taux de change plus flexible fut dans l'ensemble un instrument de politique important pour les pays qui ont su l'utiliser adéquatement.

19. L'indexation formelle des salaires pratiquée par certains pays, comme la Belgique et l'Italie, rend toute dépréciation inflationniste et annuelle de ce fait la compétitivité accrue qui pourrait résulter d'une telle dépréciation. Dans le cas de ces pays le principal fardeau de l'ajustement extérieur est placé sur la déflation de l'économie interne et donc de très hauts taux d'intérêt. Dans ce cas il est faux de prétendre que la dépréciation est futile. Le problème repose plutôt dans l'indexation.

Il nous est difficile donc de rejeter d'emblée le régime de taux de change flexible lorsqu'on observe le déroulement des événements au plan international au cours des huit dernières années. L'intervention systématique dans les marchés des changes comme dans le SME nous semble à moyen terme futile. Les forces du marché reprennent le dessus rapidement. D'ailleurs, les interventions doivent souvent se faire de façon massive pour réellement avoir un impact appréciable sur les taux de change. Puisque cet effet est temporaire il faut qu'il y ait de nouvelles interventions avec des volumes de monnaies encore plus élevés. Le volume de transactions sur les marchés des changes a tendance à croître rapidement de même que les montants en valeur de ces transactions.

L'intervention systématique peut aussi être à contre-courant. Car un mouvement de dépréciation ou d'appréciation rapide sur les marchés peut résulter du fait que les opérateurs anticipent déjà un réajustement de parités devenu nécessaire dans la grille des taux de change du SME. Ce peut être aussi un mouvement passager, un « overshooting » comme on l'appelle souvent aujourd'hui. Un changement de régime politique, par exemple, peut causer de tels mouvements. Le projet SME dans son fonctionnement actuel n'offre pas de meilleurs critères qu'un autre système de changes pour différencier les facteurs temporaires des facteurs plus permanents. Tout particulièrement, lorsqu'une monnaie rejoint une des limites extrêmes de la bande de fluctuation il est difficile de percevoir rapidement s'il s'agit d'un revirement temporaire ou permanent. S'il est permanent l'intervention peut s'avérer dans ce cas un exercice futile et même nuisible. Même si les autres pays membres viennent à sa rescousse suivant les arrangements du SME, leur intervention devient aussi futile puisque les marchés tendent à pousser leurs monnaies vers le haut par rapport à la monnaie faible. Le marché a finalement raison de l'intervention.

En outre, à plus long terme, les marchés des devises tendent à refléter davantage les différences de conditions économiques réelles qui existent entre les pays. De même, les opportunités de développement économique, d'investissement et de profits que représentent certains pays à moyen terme tendent aussi à se refléter sur les taux de change. Et beaucoup d'autres facteurs peuvent jouer sur les taux de change à court, moyen et long termes de sorte que l'objectif de maintenir la stabilité entre taux de change nominaux comme dans le SME, ne semble pas un objectif primordial pour fin de politiques économiques de stabilisation pouvant conduire à une plus grande stabilité interne.

Vu de cet angle, le projet SME ne semble pas une alternative supérieure au régime de taux de change flexible dans le mécanisme d'ajustement des balances des paiements. Il est à remarquer que les membres de la Communauté après l'échec du « serpent » ont reconnu la nécessité d'une plus grande flexibilité des taux de change. Ils ont d'ailleurs concédé que dans le présent système, l'Italie utilise un écart de fluctuation de $\pm 6\%$ par rapport à sa parité au lieu de l'écart plus restreint de ± 2.25 adopté par les autres pays membres.

Enfin, certains Européens pourraient répliquer qu'au cours des récentes années les pays à flottement plus libre se sont rapprochés d'eux par le glissement vers un régime de « managed floating » où les interventions se sont faites plus fréquentes et plus robustes. Il est vrai qu'un tel régime semble rapprocher ces pays de la position

des Européens. Mais en fait, ce régime consiste surtout à intervenir lorsque des mouvements disparates apparaissent sur les marchés des changes qui tendent à désorganiser la bonne conduite des marchés. Un pays industriel peut juger que l'ajustement des taux de change réels effectifs se réalise trop rapidement pour son pays ou ne va pas dans le sens désiré compte tenu des facteurs fondamentaux.²⁰ Le Japon et les États-Unis ont intervenu pour ces raisons à plusieurs reprises. Cependant les motifs d'intervention ne sont pas la stabilité en soi des taux nominaux mais davantage en vue de maintenir l'ordre dans les marchés et de résister aux fluctuations erratiques.

Le projet SME semble favoriser davantage les anticipations des futurs taux de change en ce sens qu'il permet de mieux prédire lorsqu'une dévaluation devient nécessaire et entraîne ainsi un mouvement spéculatif contre la monnaie en cause. L'Italie semble avoir eu à faire face à une telle situation au cours du premier trimestre 1981. Les investisseurs étrangers semblent avoir perçu que la dévaluation de la lire était imminente et préférèrent attendre avant d'investir en Italie. Par exemple le gouvernement italien a essuyé un échec lorsqu'il a voulu faire un emprunt sur les marchés financiers internationaux pour le financement de son projet de reconstruction de la zone sinistrée. La lire fut éventuellement dévaluée à la fin de mars 1981. Cette dévaluation tardive fut toutefois suivie par l'introduction de mesures visant à restreindre les importations et donc au détriment des partenaires commerciaux de l'Italie.

En résumé, la preuve est encore à faire qu'un régime de parités est préférable à un régime de flottement en particulier dans un contexte inflationniste où les indices d'inflation varient de façon considérable d'un pays à un autre et où les conditions économiques divergent grandement. Le système de « Bretton Woods » a bien fonctionné tant que les parités établies reflétaient bien la position fondamentale des économies. Mais lorsque les écarts entre les taux d'inflation, les déséquilibres des balances des paiements et les variations des réserves internationales des grands pays devinrent variables et insupportables, le système de parités fut abandonné.

D — Flexibilité des taux de change et inflation

Les tenants du SME estiment que le flottement des taux de change aurait pour effet majeur d'alimenter l'inflation dans les pays de la Communauté, ce qui viendrait contrecarrer les efforts entrepris par les différents gouvernements pour diminuer les poussées inflationnistes. La stabilité des changes semblerait donc être perçue comme un prérequis pour réussir à enrayer l'inflation.

Il est aujourd'hui admis que la dévaluation des taux de change peut amener une importation d'inflation en particulier par une hausse des prix des biens importés. Mais cette dépréciation peut aussi stimuler l'exportation des biens et services produits dans le pays et réduire les importations. Mais ce n'est pas sur ce point que

20. Le concept de « managed floating » dont s'était inspirée l'administration Carter aux États-Unis a été abandonné par l'équipe Reagan qui entend se concentrer sur les facteurs fondamentaux qui influent sur la valeur externe du dollar en particulier l'inflation.

notre position diffère le plus avec les Européens. En ce qui nous concerne l'inflation ne peut être attribuée sans discernement aux seules causes externes. Il y a aussi dans tous les phénomènes d'inflation des causes nationales qu'il ne faut pas sous-estimer avant de rejeter le blâme sur les facteurs externes.

Aujourd'hui deux écoles de pensée se querellent au sujet des sources de l'inflation. L'une met l'importance sur l'expansion de la masse monétaire, l'autre sur l'augmentation trop rapide des salaires. D'autres explications surgissent dans les « best sellers » de même que d'autres auteurs essayent de mettre l'importance sur des facteurs non économiques. Toutes ces discussions et écrits démontrent la complexité du phénomène, que celui-ci a l'allure d'un processus dynamique qui, lorsque déclenché, peut s'étendre à toutes les sphères de l'économie et même se généraliser au niveau mondial comme c'est le cas présentement.

Néanmoins, comme l'exemple de certains pays de la Communauté le démontre, il est possible de contrôler dans une certaine mesure ces poussées inflationnistes par des politiques intérieures appropriées. Et nous croyons que c'est en débutant au niveau des politiques intérieures que le phénomène inflationniste a le plus de chance d'être resorbé à long terme. Ce n'est pas sans heurts et sans peine que ces politiques peuvent généralement être appliquées. Elles demandent un certain courage politique.

Nous reconnaissons, bien sûr, que les économies plus ouvertes et plus petites n'ont pas toujours le champ de manoeuvre des grandes économies. Néanmoins, il n'apparaît pas qu'attribuer le fardeau de l'inflation au contexte international seulement ou aux conflits entre groupes sociaux au niveau interne conduise très loin dans la mise en vigueur de politiques appropriées.

Dans ce contexte, le SME ne nous semble pas un instrument efficace pour combattre l'inflation mais plutôt un objet de divertissement pour les politiciens qui les amène à dépenser leur énergie sur les symptômes de l'inflation plutôt que de s'attaquer aux causes réelles. En d'autres termes, nous considérons que l'instabilité des taux de change n'est pas due au mauvais fonctionnement des marchés, de sorte qu'il fasse intervenir dans ces marchés lorsque les fluctuations s'amplifient. Il vaut mieux laisser les marchés fonctionner librement et se tourner vers la formulation de politiques intérieures appropriées qui s'attaqueront aux problèmes fondamentaux, les vrais déterminants de l'instabilité des changes à long terme. À notre avis l'inflation qui sévit présentement est un des principaux facteurs de l'instabilité des changes et non vice-versa.

L'intervention sur les marchés peut aussi aller à l'encontre des autres politiques poursuivies par les autorités monétaires. Il ne faut pas oublier, en effet, que les autorités monétaires doivent de plus en plus tenir compte des politiques des pays tiers, en particulier les États-Unis. Même en régime de changes flottants, il existe une interdépendance de plus en plus grande entre pays européens et autres pays industriels dont les autorités monétaires doivent tenir compte. Le projet SME ajoute donc une contrainte supplémentaire qui crée des tensions entre les pays participants de la Communauté. Car en raison de la divergence des taux d'inflation entre pays, les différents pays participants ne peuvent atteindre au même rythme des taux

d'inflation moins élevés. Il en résulte qu'il n'est pas désirable ou faisable pour un pays qui a un taux peu élevé d'inflation d'accepter d'absorber plus d'inflation si le seul résultat net est de se retrouver dans une situation économique moins favorable.²¹

Ceci nous ramène à notre point de départ à savoir qu'il vaut mieux s'attaquer aux problèmes de l'inflation en s'attachant à ses causes plutôt qu'en essayant de s'arrêter aux symptômes. D'ailleurs, il semble très difficile de stabiliser les taux de change par l'intervention dans le marché. Des facteurs fondamentaux comme la balance des paiements, les écarts des taux d'intérêt d'un pays à l'autre, de croissance, de productivité, d'inflation et de richesses influencent le niveau des taux de change. Les facteurs monétaires tendent à dominer à court terme et les facteurs réels à long terme. Il vaut donc mieux d'un point de vue de politique économique, chercher à influencer ces facteurs fondamentaux qui peuvent contribuer à stabiliser les taux de change plutôt que pratiquer une intervention directe dans les marchés. Le taux de change peut être utilisé comme instrument de politique économique ou encore être une fin recherchée par les politiques. Dans un contexte historique, il semble difficile de maintenir la seconde alternative car les marchés des changes se chargeront de corriger la valeur relative des monnaies qu'il n'en plaise aux autorités nationales.

Il est largement reconnu aujourd'hui que l'utilisation d'une monnaie commune dans les échanges ou de monnaies dont les parités sont fixes ou peu flexibles entre elles, n'offre aucune garantie contre la transmission de l'inflation. Le choc de la hausse des prix du pétrole a touché également tous les pays importateurs de pétrole. De même l'utilisation commune d'une monnaie sur un territoire donné comme, par exemple, les États-Unis, n'empêche pas les mouvements inflationnistes de se répandre dans tout le pays. Il apparaît plutôt que la parité ou l'utilisation d'une monnaie commune peut favoriser cette diffusion de l'inflation plutôt que de la freiner. À l'opposé, la flexibilité des taux de change, comme l'ont reconnu implicitement les créateurs du SME, en incorporant dans leur système le principe du libre flottement des monnaies au système européen par rapport aux monnaies tierces, peut aider à freiner les poussées inflationnistes dites « importées ».

E — Flexibilité et croissance

Selon les promoteurs du SME, la trop grande flexibilité des taux de change nuirait à la croissance économique, la ralentirait et créerait ainsi encore plus de chômage. Nous avons déjà abordé partiellement ce point en parlant des risques de change dans la partie A. Nous poursuivons dans la même ligne à savoir que l'insuffisance de croissance économique dans les pays industriels au cours de la

21. La transmission de l'inflation s'est avérée particulièrement problématique pour l'Allemagne où le taux de l'inflation a tendu à être nettement inférieur à celui de plusieurs autres pays de la Communauté. À cet égard Mr. Otmar Emminger, ancien président de la Bundesbank, écrivait dans *Politique étrangère* de septembre 1980 qu'il est beaucoup plus facile d'« harmoniser les taux d'inflation dans le sens de la hausse que dans le sens de la baisse et qu'il s'agit là d'une des principales faiblesses du SME ».

dernière décennie peut être difficilement imputée à la trop grande flexibilité des taux de change.

Beaucoup de théories populaires courent présentement pour expliquer ce ralentissement du taux de croissance dans les pays industriels. Ce taux ayant passé d'une moyenne de 4.7 pour cent par année pour la période 1963-72 à environ 3.4 pour cent annuellement au cours de la période 1973-79, il en est résulté un accroissement du chômage. À la lecture des analyses économiques des différentes économies industrielles un ensemble de facteurs réels et monétaires expliquent ce ralentissement. Et plus récemment avec la nouvelle administration américaine l'accent fut mis sur un ensemble de facteurs à plus long terme comme la trop grande réglementation du secteur privé, un système de taxation qui ne fournit pas suffisamment d'incitation à l'investissement et autres obstacles qui nuisent au bon fonctionnement des économies de marché. Mais tous les pays industriels sont généralement unanimes à affirmer qu'un des plus importants facteurs du ralentissement de la croissance au cours de la dernière décennie fut la situation inflationniste dans laquelle ils furent tous plongés. D'autres facteurs comme la hausse des prix du pétrole et l'intervention sans cesse grandissante du gouvernement dans les économies ont contribué à ce ralentissement. Les revenus nominaux ont eu tendance à croître trop rapidement. Les politiques anti-inflationnistes devinrent plus vigoureuses au cours de cette décennie surtout après le revirement de la politique monétaire américaine en 1979 dont les effets se sont répercutés dans presque tous les autres pays, et en particulier en Europe.

Pour ce qui est du chômage, le problème est complexe. Il y a des problèmes de mobilité, d'habilité nécessaire pour accéder aux emplois offerts. Il y a surplus de main-d'oeuvre non qualifiée et dans plusieurs secteurs des excédents de demande de main-d'oeuvre spécialisée. En somme, il y a des problèmes structurels qui se joignent aux problèmes de variations de demande de main-d'oeuvre à court terme. La reprise d'une croissance rapide serait bienvenue mais ne résoudrait pas tous les problèmes de chômage.

Il est donc exagéré d'affirmer que le système de flottement des taux de change fut un obstacle majeur de la croissance et qu'il doit donc être stoppé ou fortement encadré. Encore une fois nous sommes d'avis qu'il vaudrait mieux se concentrer sur la bonne gestion des politiques internes, au lieu de rejeter le blâme de l'absence de croissance suffisante sur les conditions internationales. Nous reconnaissons toutefois avec les milieux de la Communauté que l'interdépendance entre les pays industriels et en particulier d'une certaine interdépendance entre les politiques internes nationales requiert plus de coopération entre les pays concernés au niveau international. Il semble de plus en plus difficile de concevoir des politiques économiques pour des fins intérieures sans tenir compte des répercussions sur le plan international. Les économies les plus fortes ont sans doute un rôle de leadership à jouer dans ce domaine et devront se débarrasser de cette vision étroite de leur intérêt économique.

Néanmoins, les contraintes internationales ne semblent pas des obstacles infranchissables comme le démontrent certaines économies à taux de croissance relativement plus rapides. Dans cette perspective une plus grande confiance au mécanisme du marché et une réduction de l'intervention du secteur public semble, à

long terme, la meilleure voie à suivre. En d'autres termes la plupart des pays ont un besoin de dépolitiser le processus de l'allocation des ressources dans leurs économies. À court terme, une meilleure coordination des politiques de stabilisation interne est une condition importante pour une meilleure stabilité de la croissance.

Les problèmes engendrés par la hausse des prix du pétrole a fait prendre conscience aux pays industriels des rigidités et du manque de flexibilité qui pouvaient exister dans leurs économies. Les ajustements structurels qui s'imposent si les économies industrielles veulent demeurer compétitives au plan international et en même temps réduire leur dépendance à l'égard de l'énergie pétrolière seront longs à réaliser et requièreront des ressources considérables. Attribuer une partie du blâme du ralentissement de croissance au régime de changes flottants semble reposer sur une absence d'analyse.

Le projet SME offre-t-il de meilleures garanties de croissance ? Il est encore trop tôt pour évaluer sa contribution au progrès économique en Europe. Mais déjà il ressort qu'il est autant un instrument politique qu'économique cherchant à arracher aux autorités nationales leur souveraineté en matière fiscale et monétaire et à la transférer à la Communauté. Cette bataille de pouvoir semble déjà un échec puisqu'aucune autorité nationale ne semble prête à déléguer un tel pouvoir à une institution communautaire, c'est-à-dire, à accepter la discipline que devrait imposer le SME.

Aujourd'hui, il est vrai qu'en matière de change l'attention est de plus en plus tournée vers les anticipations. Les taux de change étant dictés par le futur plus que par le passé, la variation des taux de change n'est plus considérée comme un phénomène neutre traduisant l'ajustement instantané à un écart dans les taux d'inflation, mais un phénomène très réel. Il s'agit donc de mieux connaître comment se forment ces anticipations et surtout d'éviter que la politique économique ne leur donne de mauvais signaux. Car ces anticipations peuvent changer rapidement au fil des événements. Et l'incertitude de change peut accroître les risques de change. Comme on l'a vu précédemment ce risque de change en régime de flottement ne semble pas s'être accru. Mais nous ne nions pas le fait qu'il y ait risque de change dans un régime de change ou un autre. Cependant sur la base de l'expérience des huit dernières années il est difficile de voir comment le flottement a pu contribuer au ralentissement économique.²²

F — Le SME dans le système monétaire mondial

Le lien le plus vital pour les monnaies européennes est bien entendu celui avec le dollar américain. Ce dernier demeure encore la monnaie dominante dans le système monétaire international et malgré la montée grandissante du mark et du yen, le dollar est encore la monnaie la plus utilisée dans les échanges internationaux.²³ Qu'on veuille réduire la dépendance de sa monnaie à l'égard de la

22. D. BIGMAN et T. TEIZO (ed.) *The Functioning of Floating Exchange Rates: Theory, Evidence, and Policy Implications*, Ballinger publishing company cambridge, Massachusetts, 1980. CF aussi B. SOLNI et R. ROLL, *op. cit.*

23. Voir les remarques faites par M. Henry G. Wallich de la Federal Reserve System à une conférence sur la gestion des taux de change organisée par le *International Herald Tribune*, New York, 25 novembre 1980.

monnaie américaine pour donner plus de liberté aux politiques monétaires, est un réflexe naturel diraient les psychologues. Néanmoins, l'expérience des deux premières années du SME, surtout depuis l'arrivée au pouvoir de l'équipe Reagan à Washington, a démontré que ce lien demeure encore la préoccupation majeure des banques centrales européennes.

Dans la pratique quotidienne la fluctuation des monnaies européennes par rapport au dollar revêt une importance primordiale. Ceci explique que les interventions des banques centrales européennes se font surtout avec des dollars, les Écu n'étant utilisés que pour les règlements de dettes entre banques centrales.

L'expérience présente du SME, tout comme celle de l'accord antérieur sur le rétrécissement des marges de fluctuation confirment encore une fois que la réforme du système monétaire international a peu de chance de réussir si elle est conçue au niveau purement régional. L'interdépendance grandissante entre pays industriels dans les domaines commercial et financier diminue d'année en année les chances de réussite d'une réforme sur la base régionale. Nous sympathisons avec les Européens à savoir qu'au niveau mondial, à l'intérieur d'un organisme comme le FMI qui regroupe un grand nombre de pays participants, les chances d'une réforme rapide sont très faibles. Malgré ses faiblesses le FMI demeure encore l'institution où la coopération internationale en matière de monnaie et de finance fut la plus active et la plus fructueuse au cours des trente dernières années.

Nous ne sommes pas hostiles à la coopération internationale entre pays européens. Ces initiatives doivent être encouragées et supportées lorsqu'elles se dessinent. D'ailleurs, au niveau de plusieurs continents une telle coopération existe. Dernièrement encore un groupe de pays arabes a mis au point une telle association pour fin de coopération financière.

Mais, lorsqu'il s'agit de réforme monétaire au plan international, il semble logique que toutes les monnaies internationales, et en particulier les monnaies clés, soient représentées à la table des négociations. Sinon c'est la bataille du chat et de la souris. Si d'autre part, l'on accepte comme prémisse qu'il y a interdépendance entre monnaies européennes et dollar, la coopération entre Européens et Américains prend un visage nouveau. Il devient essentiel d'explorer de nouvelles avenues, de chercher des solutions en commun et de sortir de ses horizons myopiques. C'est un exercice long et difficile. Les intérêts nationaux reprennent souvent et rapidement le dessus sur les intérêts internationaux. Mais l'expérience du FMI a fait la preuve que ces efforts de coopération peuvent aboutir à des résultats concrets et utiles.

Dans l'approche globale pour la réforme du système monétaire international au sein du FMI, il devient possible pour les représentants des pays de moindre importance d'exprimer leur point de vue en plus d'avoir tous les partenaires principaux en présence et malgré le plus grand nombre de conflits d'intérêts qui puissent exister. Il y a aussi un échange d'information de même qu'un échange d'expertise dans des domaines qui dépassent souvent le domaine plus restreint de la monnaie et de la finance.²⁴

24. J.J. POLAK, *op. cit.*

La coopération européenne qui entoure les discussions au sujet d'un régime de change est aussi très valable. Et elle comporte beaucoup d'éléments que l'on retrouve au niveau du FMI. Mais il ressort clairement que, quel que soit le régime de changes qu'un pays ou un groupe de pays entend utiliser, on doit tenir pleinement compte de la ou les monnaies clé qui prédominent dans les échanges internationaux de ces pays. Il est évident que pour les pays européens, le lien avec le dollar ne peut être négligé. Même si le dollar est exclu de l'Écu, le présent SME comme le précédent serpent est encore à la remorque du dollar américain.

III - EN GUISE DE CONCLUSION

On se plaît en général à affirmer dans les milieux communautaires que les deux premières années du SME furent une expérience réussie. La parité des monnaies fut maintenue à l'intérieur des marges de fluctuations et seulement trois réalignements furent requis. Le principal succès du SME à notre avis est essentiellement d'avoir survécu et encore là il faut reconnaître que sa création s'est faite dans des circonstances plutôt propices. Il y a donc lieu de se demander si on doit attribuer la stabilité relative des monnaies européennes au SME ou si elle n'est pas due à d'autres facteurs. Il nous semble que cette stabilité a été favorisée par des développements indépendants du SME. Revoyons brièvement l'expérience de quelques pays européens.

Malgré un taux d'inflation relativement bas l'Allemagne expérimenta un large déficit au compte courant de sa balance des paiements dû en partie au fléchissement de sa position concurrentielle en 1977-79. D'autre part, la France et l'Italie - même si elles connaissaient des taux d'inflation élevés en 1980 - débutèrent l'année avec des positions concurrentielles plus favorables. Ces deux pays continuèrent aussi de profiter de leurs recettes nettes des revenus touristiques. La France connut aussi une expansion de ses travaux de génie à l'étranger et de ses exportations de biens de capitaux, y compris les biens militaires. Ces facteurs ont contribué à la cohésion du SME puisque les monnaies traditionnellement fortes, comme le mark, ont eu tendance à faiblir quelque peu tandis que les monnaies traditionnellement faibles, comme la lire, ont eu une assez bonne tenue.

Une autre raison qui explique cette stabilité au cours de ces deux années au sein du SME, fut la volonté très nette de la part des pays participants d'intervenir de façon active dans les marchés des changes pour maintenir les taux de change à l'intérieur des marges prévues et si nécessaire, d'utiliser la politique monétaire et autres formes d'emprunts publics compensatoires. Cette volonté ferme de baser l'ensemble des politiques économiques sur la défense d'un système de parités fut encore plus marquée en Belgique et au Danemark où, à cause des systèmes d'indexation très répandus, on ne considère pas la dépréciation comme un moyen efficace de corriger les déséquilibres dans les comptes extérieurs. Aussi dans ces circonstances faudrait-il évaluer les coûts économiques d'une telle politique avant de se féliciter de la survie du système.

On peut toutefois affirmer que le SME a failli lamentablement à la tâche en ce qui concerne la coordination et l'harmonisation des politiques macro-économiques qui devraient résulter de la discipline que le système des parités devrait en principe imposer aux pays participants. Les disparités économiques entre pays ont eu nettement tendance à augmenter (et de façon impressionnante dans le cas de l'inflation) depuis la mise en oeuvre du système. Comme au temps du « serpent » le refus ou l'incapacité politique d'accepter la discipline du système mène directement à la tentation de procéder à des réalignements de parités²⁵. Les disparités importantes dans la performance économique relative des pays et le manque continu de coordination des politiques économiques laissent présager à moyen et à plus long terme des tensions croissantes au sein du système et des réalignements de parités fréquents comme au temps du « serpent » si bien qu'à la longue le système risque de devenir un carcan coûteux dont certains pays voudront se défaire même au risque de remettre en question le concept d'union monétaire. L'entrée de nouveaux membres dans la Communauté aura sans doute tendance à amplifier ces problèmes. Finalement, il faut aussi constater que l'élaboration d'une politique communautaire commune à l'égard du dollar, dont on parle depuis le flottement généralisé des monnaies en 1973, reste et restera sans doute longtemps au niveau des intentions. Ceci veut dire que le SME restera à la remorque du dollar et continuera d'en subir les conséquences.

Malgré nos remarques précédentes il est peut être trop tôt pour porter un jugement global sur les mérites, les chances de survie du SME et ses répercussions sur les politiques économiques et les économies des pays participants. Après une période plus longue d'opération, il deviendra plus clair si le système est vraiment un instrument de politique économique efficace. D'ici là nous demeurerons fort sceptiques quant aux possibilités du SME de régler les problèmes que les Européens attribuent d'emblée au flottement des monnaies. Il est de toute façon illusoire de croire que l'union monétaire progressera tant et aussi longtemps que les pays de la Communauté ne sauront harmoniser leurs politiques économiques et réduire les écarts importants dans la performance de leurs économies respectives.²⁶

25. P.H. TREZIRE (Ed.) *The European Monetary System: Its Promise and Prospects*, the Brookings institution, Washington, D.C. 1979.

26. T. DE VRIES, « On The Meaning and Future of the European Monetary System » *Essays in International Finance*, no. 138, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, Princeton, New Jersey, 1980.